

LAS RESERVAS INTERNACIONALES O EL LIMITE DE UNA ESTRATEGIA

I. Introducción.

El Banco de la República recibió de la ley el encargo de administrar las reservas internacionales y, por tal motivo, en las notas editoriales comentamos, con cierta periodicidad, aquellos aspectos de su evolución que más influyen en la economía nacional. Hoy queremos referirnos de nuevo al tema, porque creemos necesario advertir a la opinión pública que el nivel de las reservas internacionales constituye el límite de la estrategia económica de los años recientes. En efecto, la crisis del sector externo ha producido una baja sustancial en las rentas públicas y, por ello, un enorme déficit fiscal que, al ser solucionado en parte con emisión primaria para conjurar una parálisis en el funcionamiento del Estado, se ha convertido en un acelerador de la caída de las reservas. Aunque estas permanecen todavía en niveles que no son críticos, no pueden seguir descendiendo indefinidamente y, para evitarlo, es preciso un control drástico del mencionado déficit.

Sin embargo, antes de desarrollar estos temas centrales es útil precisar, de una parte, algunos aspectos del manejo de las reservas que, a pesar de su carácter elemental, no se tienen en cuenta a veces por quienes tratan este asunto; y, de otra parte, dejar un registro sobre algunos acontecimientos recientes.

II. ¿Qué son las reservas internacionales?

Damos el nombre de "reservas internacionales" a ciertas monedas, a los "derechos especiales de giro", y al oro. La característica común de aquellas monedas consiste en que todos los países que tienen relaciones económicas con Colombia las aceptan en pago de los bienes que importamos, de las deudas que tenemos y de los servicios que adquirimos en el exterior. Son muy pocos los países que tienen monedas aceptadas internacionalmente como medios de pago; sólo gozan de esa ventaja las de aquellos que tienen economías fuertes y que permiten com-

prarlas o venderlas libremente. Tal la razón de que no todas las monedas sean "monedas de reserva". Ninguna latinoamericana tiene hoy tal propiedad.

Los "derechos especiales de giro" son medios de pago que, a diferencia de las monedas, no han sido creados por ningún país sino por el Fondo Monetario Internacional; además, no son papeles o metales, sino asientos en los registros contables del FMI, de los bancos centrales y de algunas otras instituciones autorizadas. Para que el Fondo emita derechos especiales de giro se requiere la autorización de una mayoría calificada de los países miembros; en principio, este los reparte en proporción al valor de sus aportes en ese organismo; y acredita la suma respectiva en las cuentas que dichos países tienen en esa entidad. Cuando uno de ellos tiene que hacer pagos a otro, le puede pedir al Fondo que traslade de su cuenta a la del acreedor la cantidad necesaria de "derechos especiales de giro".

El valor de un "derecho especial de giro" depende del que cada día tenga un conjunto de "monedas de reserva", especialmente escogido para ese efecto. El número de "derechos especiales de giro" es 21.442 millones, y está congelado desde 1981. Las naciones industrializadas se oponen, por regla general, a su aumento, porque temen que ocasione mayor inflación en el mundo. Colombia tenía 77.7 millones de "derechos especiales de giro" el 30 de junio de 1984.

El oro es el único metal que hace parte de las reservas internacionales, pero desde 1971, cuando Estados Unidos abandonó unilateralmente la convertibilidad del dólar en oro, y las tasas de cambio dejaron de tener como referencia el precio del mismo, terminó así su proceso de "desmonetización". A diferencia de lo que ocurre con las "monedas de reserva", tener oro no produce intereses y sí ocasiona importantes gastos de almacenamiento. Aunque en períodos muy largos, al parecer, el precio del oro es

constante en términos reales, en períodos cortos está sujeto a fuertes oscilaciones, a menudo mayores que las que sufren las "monedas de reserva". Por las circunstancias anteriores, no hay razón alguna para tenerlo en las reservas internacionales, en lugar de "monedas de reserva". Sin embargo, como precaución especial, muchos países lo cuentan entre sus reservas, porque suponen que si hubiese de nuevo un amplio conflicto bélico o una severa crisis económica internacional, el oro tendría más aceptación como medio de pago y depósito de valor que muchas de las actuales "monedas de reserva", o los "derechos especiales de giro". Sobra decir que las joyas de oro de los museos, mientras se conserven con tal carácter, no hacen parte de las reservas internacionales.

III. ¿Cómo se manejan las reservas internacionales?

En la mayoría de los países los bancos centrales (o sea aquellos que emiten moneda local) tienen a su cargo el manejo de las reservas internacionales oficiales, aunque, en aquellos con libertad cambiaria, también otras entidades o personas manejan "monedas de reserva" y oro.

En Colombia, el Decreto-Ley 444 de 1967 estableció el principio del manejo concentrado de las reservas internacionales, confiándolo al Banco de la República. No obstante, dicho estatuto permite que los bancos comerciales y ciertas personas manejen monedas extranjeras para algunas operaciones. En virtud de este principio, todas las "monedas de reserva" recibidas en el país y todo el oro que en él se produce, deben venderse al Banco; éste, a su vez, vende "monedas de reserva" a los residentes que necesitan hacer pagos o transferencias al exterior y que tienen derecho a hacerlo. Tal derecho debe demostrarse para que el Banco produzca una "licencia de cambio", con la cual los bancos comerciales, o el mismo Banco de la República, luego de recibir los pesos equivalentes, transfieren al exterior las "monedas de reserva".

El Banco de la República, en uso de una expresa facultad legal que lo distingue de cualquier otro banco o agencia del Gobierno, emite pesos para comprar las "monedas de reserva" que le entregan los exportadores; tal operación recibe el nombre de "reintegro". También emite pesos para comprar el oro que se le vende. Los pesos que el Banco crea son

pasivos suyos, no del Gobierno, y provienen del mencionado privilegio de emisión y no de los contribuyentes o del presupuesto, como se afirma algunas veces. Por tal motivo, las "reservas internacionales" no son del Gobierno, y figuran en el activo del Balance del Banco de la República. En el pasivo, como contrapartida, figuran los pesos que se crearón al hacer esas operaciones de compra. Cuando el Banco recibe pesos porque alguien, con "licencia de cambio", compra "moneda de reserva" para un pago o una transferencia al exterior, se disminuye su activo en el valor de las reservas que se usan, pero, por supuesto, también desaparecen del pasivo los pesos que se recibieron por ellas, los cuales salen de la circulación.

Estas operaciones han sido reguladas en unas normas especialísimas, aplicables sólo al Banco de la República, que son de la esencia misma de esta entidad, y, explican el artículo 10. del Decreto 386 de 1982, cuando afirma que el Banco de la República tiene naturaleza "única", recogiendo una antigua tradición legislativa, y unos principios comunes a casi todos los bancos centrales.

El manejo de las reservas internacionales comprende, pues, una serie compleja de operaciones. De una parte, la compra de oro y de monedas extranjeras en forma directa (denominada "por ventanilla") o indirecta, a través del sistema financiero. Por ejemplo, en el mes de junio pasado se hicieron, en promedio, 695 operaciones diarias de esta especie. De otra parte, incluye la venta de monedas de reserva a quienes tienen "licencias de cambio"; en junio se hicieron, en promedio, 373 operaciones diarias de esta clase. Abarca, además, la movilización de saldos entre diversas cuentas, la constitución y redención de depósitos, y operaciones financieras con oro. Esta actividad multifacética de naturaleza bancaria, requiere procedimientos muy ágiles, personal especializado, dispositivos estrictos de seguridad e íntima coordinación con la política monetaria.

IV. Control sobre el Banco de la República en el manejo de las reservas.

El Banco es una sociedad de la cual hacen parte el Gobierno y los bancos oficiales y privados. Su administración depende de una junta directiva que preside el ministro de Hacienda y Crédito Público, y que está compuesta por algunos directores que designa como repre-

sentantes suyos el Presidente de la República; de otros que él mismo escoge entre candidatos que presentan los gremios, las cooperativas y las centrales obreras; del gerente de la Federación Nacional de Cafeteros, y de dos directores elegidos libremente por los bancos. A menudo se considera que esta junta es el más alto escenario de concertación económica en el país, por la calidad de sus miembros y porque en ella tienen representación diversos sectores.

La junta señala, a través del "comité de reservas", compuesto por dos miembros suyos y por el gerente general del Banco, las políticas para el manejo de las reservas, y recibe informes periódicos sobre su desenvolvimiento. Las muy numerosas operaciones diarias de ese manejo del cambio exterior las lleva a cabo el subgerente internacional del Banco y, bajo su dirección, la Oficina de Cambios y el Departamento Internacional.

El Banco tiene un auditor interno, que depende de la junta directiva y que informa a ella. Además, numerosos y claros textos legales han encomendado a la Superintendencia Bancaria el control y vigilancia del Banco de la República. Este, como señalamos atrás, es una sociedad entre el Gobierno y la banca, y sus ingresos y sus bienes no se originan en el presupuesto nacional ni en tributo alguno, sino principalmente en los intereses y comisiones que cobra por sus operaciones de financiamiento. El control de la Superintendencia se explica por razón de la naturaleza especialísima de las operaciones del Banco. Para esto se requiere un conocimiento profundo, profesional y constante de la actividad bancaria y cambiaria. La Superintendencia mantiene en él un grupo numeroso de expertos para vigilar todas sus operaciones, incluyendo, por supuesto, las de manejo de las reservas internacionales; en ningún otro banco practica un control tan próximo y permanente.

El manejo de las reservas internacionales produce ingresos (por intereses sobre depósitos y bonos en el exterior y por utilidades en la compra y venta de monedas y oro) y gastos (por intereses, comisiones, compra de monedas y oro y pago de administración). Las utilidades nunca ingresan al patrimonio del Banco, y las pérdidas tampoco lo afectan. Unas y otras se imputan a una cuenta que recibe el nombre de "Cuenta Especial de Cambios", cuyo manejo ha sido objeto de regulación legal en el Decreto 73 de 1982.

Según ese decreto, el Banco puede hacer créditos al Gobierno Nacional con una parte de las utilidades que registre la "Cuenta Especial de Cambios", si la junta lo aprueba y se cumplen ciertos requisitos. Tales utilidades no son hoy, en manera alguna, un recurso corriente del Gobierno, como sí lo eran antes de 1983. Sin embargo la Contraloría General de la República audita todas las operaciones de esta Cuenta, siguiendo las disposiciones que existían cuando dichas utilidades eran un ingreso corriente del Gobierno.

V. Seguridad en el manejo de las reservas.

El artículo 50. del Decreto 386 de 1982, dispone que las reservas internacionales han de manejarse, entre otros criterios, con el de búsqueda de seguridad. Los objetivos de un banco central exceden, con mucho, el de obtener los máximos rendimientos posibles con sus inversiones; este objetivo sería apropiado para un inversionista particular. En el manejo de las reservas internacionales por parte de un banco central los criterios de seguridad deben tener mayor importancia.

Decir que se han de manejar las reservas con seguridad significa que se deben tomar especiales precauciones para preservar la capacidad de usarlas. El Banco de la República, como otros bancos centrales, solo mantiene en cuentas corrientes de bancos extranjeros la cuantía de monedas que requiere para sus operaciones diarias, pero, otra porción la deposita en bancos comerciales y en otros bancos centrales, o la invierte en títulos de deuda como los bonos del Banco Mundial y las letras de tesorería de los Estados Unidos. Por estos depósitos e inversiones en el exterior se reciben intereses con destino a la "Cuenta Especial de Cambios". Cuando se hacen estas operaciones en bancos internacionales, se busca aquellos de más amplia reputación y tamaño y se evita acumular depósitos en uno o pocos bancos. Nunca se negocian "reciprocidades" al contratar crédito externo. Una vez seleccionado un banco, no se exigen, ni en Colombia ni en otros países, garantías adicionales a la que da el capital de la entidad depositaria. Una reciente investigación de la Superintendencia Bancaria y la Contraloría General de la República confirmó que el Banco de la República se ha ceñido a estos criterios.

Al colocar las "monedas de reserva" en otros bancos, no lo hace a título de "crédito", sino en

forma de "depósito", lo cual significa que en el caso remoto de una falencia bancaria, el "depósito" debe devolverse con cargo a los activos que existan, antes de comenzar a pagar a cualquier acreedor.

Estas monedas que se depositan en bancos de otros países son aquellas que el Banco no necesita temporalmente porque exceden las cuantías requeridas en el futuro inmediato para el pago al exterior de las importaciones, las deudas y los servicios que deben hacer los residentes en Colombia. El único uso alternativo que podría dárseles al de dichos depósitos sería conservarlas ociosas.

Estos comentarios demasiado elementales quizá, pretenden que se entienda mejor la naturaleza de algunas operaciones del Banco de la República, y se hacen en consideración a juicios ligeros que se formularon en estos días sobre una operación que se hizo recientemente con el Banco Central de la Argentina.

En primer término, se trataba de un "depósito" y no de un "crédito". En segundo lugar, era una operación de manejo de reservas, de las que se han comentado más arriba y que realiza el Banco de la República como actividad propia, y no un crédito internacional del Gobierno, con recursos del presupuesto y sujeto a leyes especiales. No dejaron de atenderse las necesidades colombianas con ese depósito de reservas, porque el único uso alternativo para esos recursos habría sido dejarlos ociosos o colocarlos en otro banco extranjero.

El "depósito" se hizo en el banco central de un país que, a pesar de sus dificultades, posiblemente tiene hoy más reservas que Colombia; además, en el mundo financiero la garantía de un banco central se considera mejor que la de un banco comercial

Por último, a pesar de que, como señalamos atrás, no ha sido costumbre en el Banco de la República, ni en otros bancos centrales, pedir u otorgar garantías al hacer depósitos de reservas, en este caso se obtuvo una garantía adicional de pago en moneda de libre convertibilidad, otorgada por otro país de América Latina, según reveló hace algún tiempo el entonces presidente de la junta del Banco. Después de dos prórrogas, y antes del vencimiento, el Banco Central de la Argentina devolvió el depósito, sobre el cual siempre pagó intereses en forma oportuna. Es una lástima

que los comentarios de algunas personas hagan necesario precisar todos estos detalles sobre una operación con un país hermano.

Por fortuna, los cuidados que el Banco dedica al manejo de las reservas internacionales lo han puesto, hasta ahora, al cubierto de pérdidas financieras o defraudaciones. Hace algún tiempo se dijo, en forma ligera, que alguien había sustraído desde el Banco US\$ 13,5 millones de las reservas internacionales depositadas en un banco de Londres. Tal suma, sin embargo, correspondía a una cuenta del Gobierno y no del Banco; no era parte de las reservas, ni estaba confiada al Banco, ni éste tenía que ver nada en su manejo, como no fuera el hecho mecánico de facilitar ocasionalmente sus máquinas de télex al Ministerio de Hacienda y Crédito Público para el envío de mensajes cifrados que éste preparaba. Todas las averiguaciones hechas indican, además, que no se usaron las máquinas del Banco, aunque es probable que los defraudadores hayan interceptado las líneas de télex afuera del edificio de la oficina principal. Ningún funcionario o empleado del Banco, en los niveles altos, medianos o bajos, apareció comprometido en los hechos, cuyos autores, de otra parte, parecen ya plenamente identificados por las autoridades.

Es bueno advertir, finalmente, que el Banco publica cada mes, en esta revista, datos precisos sobre la composición de las reservas internacionales. Sin embargo, por razones de seguridad, no revela al público el nombre de las entidades en que tiene depósitos, ni las cuantías de éstos, pues facilitaría la tarea de gentes inescrupulosas indicarles hacia dónde dirigir sus esfuerzos y la cuantía de lo que pueden apropiarse eventualmente en una operación fraudulenta.

VI. El oro en las reservas internacionales.

El hecho de que el oro sea un activo de reserva, y que, al parecer, exista una considerable cantidad de ese mineral en el país, hace que las autoridades monetarias, y el Banco de la República en particular, se interesen especialmente en todo lo que concierne a su producción. Colombia es el noveno productor de oro en el mundo occidental y el tercero en América Latina.

Hace algunos meses las autoridades vieron con inquietud que las ventas de oro al Banco de

la República registraban un descenso brusco. Se estableció que ello coincidía con una cotización del dólar paralelo más alta que la del dólar oficial; entonces, algunos productores de oro encontraban más rentable vender el metal a contrabandistas que podían pagarlo a mejores precios que el Banco de la República, pues al exportarlo obtenían dólares que vendían en el mercado paralelo o que utilizaban para importaciones ilegales.

Ante esa situación la Junta Monetaria decidió dar a la producción de oro un tratamiento igual al que se concede a los demás productos de exportación. Por tal motivo autorizó al Banco de la República a comprarlo con un sobreprecio del 30%, equivalente a lo que reciben en promedio los exportadores a través del CERT, del subsidio al crédito y de asistencia comercial. Valga recordar, además, que un sistema similar de estímulo a la producción se usó en el país antes de la bonanza cafetera, y existe en otros países productores.

La medida, por supuesto, encarece el oro para los joyeros y afecta el empleo en ese sector; su resultado sobre el empleo es comparable al que ocasiona la suspensión de importaciones de productos suntuarios, porque también esas importaciones dan lugar a la creación de fuentes de trabajo en el comercio. Tanto en el caso de las importaciones suntuarias como en el del oro, las autoridades tienen que escoger entre diversos objetivos económicos y entre distintos sectores; la escasez impide alcanzar todos los objetivos y amparar todos los sectores e impone prioridades que son, a menudo, dolorosas. En ambos casos se dio prioridad al objetivo de interés público de mejorar las reservas internacionales, para que el INCOMEX las asigne a las importaciones que sean más necesarias para el país, y no al de conservar el empleo generado por importaciones suntuarias. En otros términos, cuando un residente colombiano compra una joya de oro produce el mismo efecto económico de quien compra caviar: la compra se hace a expensas de las reservas internacionales, pues cualquier valor agregado nacional que haya en el precio final de ambos bienes es mínimo comparado con el impacto sobre aquellas. Complementario con lo anterior, al elevar el precio interno de compra de oro, las autoridades, con criterio de beneficio social, prefirieron estimular el empleo y el ingreso en las zonas mineras, las regiones más pobres del país, antes que en el

sector de las joyerías; estas pueden defender sus intereses con la venta de bienes y servicios diferentes a las joyas de oro. Las zonas mineras, en cambio, tienen pocas alternativas de empleo o ingreso distintas de la minería. Por supuesto, la Junta Monetaria y PROEXPO están dispuestos a estudiar medidas que permitan la exportación de joyas, para estimular la incorporación de mano de obra y valor agregado. Y el Banco ha dejado de comprar "oro de chatarra", proveniente de joyas deterioradas, para que los joyeros tengan alguna materia prima.

Se ha sugerido que la medida de la Junta Monetaria permitiría importar oro de contrabando, y "lavar" divisas mal habidas. No parece fácil que puedan hacerse importaciones ilegales de oro para venderlo al Banco de la República. En los mercados internacionales éste se comercia en barras de pureza certificada, y el Banco no lo compra en tal forma; por regla general, sólo adquiere aquel que no ha sido procesado y que, a simple vista, presenta la apariencia de una arena dorada con muchas impurezas. Excepcionalmente, el Banco compra oro fundido a dos empresas mineras y a tres casas de fundición, sujetas a estrictos controles que permitirían detectar cualquier cambio anormal en las cantidades o en la pureza del metal. Las cifras indican que no son esas empresas mineras, sino los pequeños productores, los que han aumentado sus ventas al Banco.

Podemos informar con satisfacción que el aumento en el precio interno del oro dio resultados positivos, y que los productores de nuevo lo están vendiendo al Banco. Este año, hasta el 30 de junio, se compraron 257.903 onzas troy, cifra superior en 18% a la de la misma fecha del año anterior, lo cual indica que ha sido éste uno de los esfuerzos más exitosos en defensa de las reservas internacionales.

En varias oportunidades hemos dicho que el Banco está vendiendo oro en los mercados internacionales. Las ventas se hacen en pequeñas cantidades, porque hay en el mercado una oferta muy amplia, y el precio se resentiría ante cualquier esfuerzo por aumentar la salida del metal. Entre la compra del oro y su refinación y venta en los mercados internacionales transcurre cierto tiempo; teniendo en cuenta ese hecho, y el ritmo de devaluación interna, parece muy probable que el efecto del sobre-

precio en la "Cuenta Especial de Cambios" sea mínimo; en cualquier evento, su impacto sobre las finanzas públicas no será mayor que el de los estímulos que se conceden a los demás productos de exportación.

VII. La "Cuenta Especial de Cambios" y la pérdida en la venta de divisas.

Una entidad oficial, algunos periodistas y políticos, han aseverado que el Banco de la República, previendo que ocurriera una devaluación del dólar, tomó recientemente la iniciativa de cambiar la composición de las reservas internacionales, y adquirió marcos alemanes y otras monedas que tuvo que vender luego con una pérdida cuantiosa para la "Cuenta Especial de Cambios" y, por ende, en perjuicio de las posibilidades de financiación del Gobierno.

Es del caso anotar que el Banco de la República continuamente hace utilidades al vender dólares y oro, pero nunca ha considerado que ese hecho sea mérito suyo; primero, porque no realiza operaciones de cambio exterior con ánimo especulativo; y segundo, porque sabe que la valorización del dólar en los mercados internacionales es el fruto de decisiones sobre las cuales no tiene control. Por ello encuentra extraño que si las continuas ganancias en operaciones de cambio exterior han sido ignoradas generalmente, las ocasionales pérdidas sí se atribuyan al manejo de las reservas.

Es oportuno informar además que, contra lo que se ha dicho, el Banco de la República no ha adquirido después de 1980 marcos alemanes, francos suizos, dólares canadienses ni, en general, monedas de reserva distintas al dólar de los Estados Unidos de América, sino en las pequeñas cantidades que los exportadores reintegran, o cuando alguna empresa colombiana

pide que se adquieran para cancelar deudas denominadas en ellas. Además, las cantidades en marcos y otras monedas aumentan debido a desembolsos de préstamos provenientes del Banco Mundial y del Banco Interamericano, y al rendimiento recibido sobre los depósitos y títulos de deuda en que se tienen dichas inversiones (ver cuadro No. 4). En ningún momento después de ese año, se han comprado tales monedas para tomar posición de reserva con base en ellas.

CUADRO No. 1
Tasas de cambio de las principales monedas frente al dólar (1)

	Marco alemán	Libra esterlina	Franco suizo	Yen japonés
1980 I	1.77	0.444	1.66	243.5
II	1.81	0.438	1.68	232.7
III	1.77	0.420	1.63	220.1
IV	1.91	0.420	1.72	210.7
1981 I	2.09	0.433	1.90	205.6
II	2.27	0.481	2.03	220.0
III	2.43	0.353	2.10	231.9
IV	2.24	0.532	1.83	224.7
1982 I	2.34	0.541	1.87	233.5
II	2.38	0.562	1.99	244.2
III	2.48	0.578	2.11	258.9
IV	2.50	0.606	2.14	259.7
1983 I	2.40	0.654	2.02	235.7
II	2.48	0.641	2.08	237.6
III	2.64	0.663	2.15	242.5
IV	2.68	0.681	2.16	234.3
1984 I	2.70	0.700	2.20	231.0
II	2.71	0.716	2.24	229.7

(1) Las tasas de cambio corresponden a valores promedio de los respectivos periodos, se expresan en las diferentes monedas por dólar de los Estados Unidos. Fuente: FMI - Estadísticas financieras internacionales - Junio de 1984.

A partir de 1977 el Banco inició una sana política de diversificación de las reservas internacionales. Se pensó entonces que al tener Colombia comercio y deuda con diversos países del mundo, la capacidad de pago de las reservas estaría mejor protegida si su composición

CUADRO No. 2
Cuenta corriente, ingresos de capital y reservas
(Millones de dólares)

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984 junio
Saldo de la cuenta corriente	30	682	827	804	1.155	747	-655	-1.217	-1.820	-1.090
Ingresos netos de capital	88	-63	-168	-145	459	562	869	478	19	81
Cambio en reservas	118	618	664	652	1.624	1.310	214	-740	-1.812	-1.085
Reservas netas	547	1.166	1.830	2.482	4.106	5.416	5.630	4.891	3.078	1.994

Fuente: Banco de la República.

estuviera más diversificada. Fue así como entre ese año y 1979 se invirtieron cerca de US\$ 400 millones en monedas distintas del dólar de los Estados Unidos de América, para tener posición en ellas. Y en 1980, por las mismas razones, se invirtieron aproximadamente US\$ 115 millones, en marcos, francos suizos y bonos del Banco Mundial denominados en francos suizos. Para comprender lo que ha ocurrido en 1983 y 1984 es indispensable tener en cuenta que en 1980 los marcos alemanes se adquirieron en promedio a una tasa de DM 1.77 por dólar.

A partir de 1980 el dólar comenzó inesperadamente a valorizarse en forma continua frente al marco alemán, el franco suizo, el yen y la libra esterlina (ver cuadro No. 1). Según el Departamento de Comercio de los Estados Unidos su revaluación ha sido, desde entonces, de un 38% frente a un índice ponderado de otras trece monedas. Así, pues, en cualquier momento posterior en que se hubiesen vendido los marcos o los francos suizos comprados hasta 1980 se habría registrado una pérdida. Resulta incomprensible que alguien pueda atribuirle a una decisión tomada en 1983.

¿Habrían debido venderse antes estas monedas? No, ciertamente. El propósito con el cual

se adquirieron conservaba su validez: diversificar la composición de las reservas. Por supuesto, la decisión de comprar o vender monedas de reserva no depende sólo del propósito de mejorar la composición de las reservas. Dependiente, ante todo, de la necesidad de usarlas para pagar importaciones, deudas o servicios; y esa necesidad ha sido muy grande a partir de 1983. En efecto, el cuadro No. 2 permite apreciar que desde 1981 apareció un déficit en la cuenta corriente (bienes y servicios), que se logró subsanar en ese año con créditos externos; muestra cómo aumentó el déficit en 1982, en el cual ya no fue posible conseguir capitales compensatorios, por lo que se hizo necesario usar US\$ 740 millones de las reservas para hacer frente a los compromisos externos del país. Y muestra además el carácter excepcional de la crisis de 1983 y 1984. En el primer año el déficit en la cuenta corriente aumenta en un 50% sobre 1982 y, en cambio, los ingresos netos de capital se vuelven insignificantes. En tales circunstancias, la pérdida de reservas llega a US\$ 1.812 millones, es decir, supera en 145% la de 1982. El resultado de los primeros seis meses de 1984 es igualmente preocupante.

No se esperaba en Colombia una crisis externa como la que se produjo en 1983, con la gigan-

CUADRO No. 3
Reservas internacionales
(Millones de US\$)

	1980		1981		1982		1983		1984					
	Diciembre		Diciembre		Junio		Diciembre		Junio					
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%				
A. Inversiones	4.472.7	82.58	4.329.1	76.89	3.895.4	73.31	3.319.6	67.88	2.262.1	57.32	1.369.1	44.47	795.7	39.90
B. Oro	525.3	9.70	764.5	13.58	849.7	15.99	933.1	19.08	1.028.1	26.06	1.109.7	36.05	1.006.1	50.46
1. En el Banco de la República	477.9		712.2		802.4		885.8		980.8		1.062.4		634.9	
2. En custodia en el exterior	47.4		47.3		47.3		47.3		47.3		47.3		371.2	
C. Fondo Monetario Internacional	241.3	4.46	326.3	5.80	375.0	7.06	404.5	8.27	497.6	12.61	534.6	17.37	98.4	4.93
1. Posición de reserva	138.2		182.3		203.2		208.6		278.4		307.0		6.0	
a) Aporte a la cuota	41.7		70.8		70.8		70.8		70.8		102.4		6.0	
b) Suministro de monedas	96.5		111.5		132.4		137.8		207.6		204.6			
2. DEG	103.1		144.0		171.81		195.9		219.2		227.6		92.4	
D. Depósitos cuenta corriente — Caja y remesas	103.5	1.91	95.6	1.70	63.7	1.20	168.9	3.45	49.3	1.25	59.8	1.94	56.6	2.84
E. Fondo Andino de Reservas			60.0	1.06	60.0	1.13	60.0	1.23	60.0	1.52	80.0	2.60	80.0	4.01
F. Convenios Internacionales	76.9	1.42	57.5	1.02	72.2	1.36	6.5	0.13	50.8	1.29	22.6	0.73	49.4	2.45
1. Compensación	129.1		140.3		97.9		77.0		72.3		88.2		71.9	
2. Crédito recíproco	-52.2		-82.8		-25.7		-70.5		-21.5		-65.6		-22.5	
G. Reservas brutas	5.419.7	100.07	5.633.0	100.05	5.316.0	100.05	4.892.6	100.04	3.947.9	100.05	3.175.8	103.16	2.086.2	104.62
H. Pasivos a corto plazo	3.7	-0.07	2.7	-0.05	2.7	-0.05	1.8	-0.04	1.8	-0.05	97.3	-3.16	92.2	-4.62
I. Reservas netas	5.416.0	100.0	5.630.3	100.0	5.313.3	100.0	4.890.8	100.0	3.946.1	100.0	3.078.5	100.0	1.994.0	100.0

Fuente: Banco de la República.

tesca caída de reservas resultante. En verdad, el Banco, para hacerle frente a la crisis, tuvo que liquidar inversiones de sus reservas representadas en bonos de la Tesorería de los Estados Unidos, depósitos en bancos del exterior y títulos de deuda de entidades supranacionales, denominados en diversas monedas. La necesidad de liquidar tales inversiones de reservas era obvia, porque constituían su porción más líquida; y porque a finales de 1982 representaban el 67.88% de las reservas (cuadro No. 3). En efecto, la magnitud y rapidez de la caída no daba lugar a otra solución: piénsese que la venta de **todo** el oro, **todos** los activos en el Fondo Monetario Internacional, **todos** los depósitos en cuenta corriente, **todo** el aporte al Fondo Andino de Reservas y **todos** los saldos de convenios internacionales que el Banco tenía en diciembre de 1982 no habría sido suficiente para atender la demanda de giros en 1983.

del país, del suministro de monedas de libre uso, y de la asignación de "derechos especiales de giro") obedece a los acuerdos con el Fondo, que obligan a estas tenencias mientras el país miembro tenga suficiente liquidez internacional. Se denominan en "derechos especiales de giro", lo cual les da cierta protección frente a los cambios bruscos en la cotización de cualquier moneda que se tome como referencia para señalar su valor. Los **saldos en los convenios de compensación** son divisas no convertibles y dependen de la evolución del comercio bilateral con algunos países del Este de Europa. Finalmente, el **aporte al Fondo Andino de Reservas** aumentó en 1983 por una capitalización de utilidades.

Entre 1983 y junio de 1984 el Banco hizo frente a un cuantioso déficit externo vendiendo dólares, marcos, "derechos especiales de giro"

CUADRO No. 4
Inversiones según monedas
(Millones de US\$)

	Diciembre 1980		Diciembre 1981		Diciembre 1982		Diciembre 1983		Junio 1984	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Dólar	3.409.1	76.2	3.123.4	72.1	2.174.5	65.5	603.2	44.1	425.9	53.5
Marco alemán	817.1	18.3	901.5	20.8	848.3	25.6	517.7	37.8	163.0	20.5
Franco suizo	104.0	2.3	117.2	2.7	112.3	3.4	99.1	7.2	80.6	10.1
Franco francés	11.6	0.3	20.4	0.5	21.9	0.7	1.3	0.1	1.3	0.2
Florín holandés	8.4	0.2	12.0	0.3	13.9	0.4	11.4	0.8	8.3	1.0
Yen japonés	33.3	0.7	50.2	1.2	46.9	1.4	41.0	3.0	30.5	3.8
Dólar canadiense	28.9	0.7	31.8	0.7	33.6	1.0	31.3	2.3	31.6	4.0
Chelin austriaco	0.5	0.0	0.5	0.0	0.5	0.0	0.3	0.0	0.1	0.0
Libra esterlina	59.8	1.3	72.1	1.7	67.7	2.0	63.8	4.7	55.3	6.9
Total	4.472.7	100.0	4.329.1	100.0	3.319.6	100.0	1.369.1	100.0	796.6	100.0

Fuente: Banco de la República.

Además, dicha venta no habría sido fácil. El oro, por ejemplo, hasta 1982 estuvo casi todo en el país y, por razón del nivel cómodo de reservas, en condiciones de refinación que no permitían su uso inmediato en operaciones financieras en el mercado internacional; fue en 1983 cuando se hicieron los contactos internacionales para su transporte, refinación y uso financiero. Razones de seguridad imponen que las actividades respectivas se efectúen en pequeñas cantidades; las ventas, del mismo modo, no pueden adelantarse sino gradualmente, para no perturbar un mercado sensible y ofrecido. **La posición acreedora en el Fondo Monetario Internacional** (como resultado del aporte

y sumas pequeñas de otras monedas, entre ellas dólares canadienses (ver cuadro No. 4). Las ventas de marcos, "derechos especiales de giro" y dólares canadienses arrojaron una pérdida. Sin embargo, las ventas de oro están produciendo una utilidad que la compensará ampliamente. De continuar el déficit, como se prevé, será preciso vender más monedas de reserva distintas al dólar y, dentro de las circunstancias conocidas hoy, es probable que esa venta se haga con pérdida.

Es natural que al caer las reservas US\$ 2.806.4 millones entre enero de 1983 y junio de 1984, es decir en un 57%, cambie su composición. Es absolutamente imposible, ante

un descenso tan rápido y cuantioso, conseguir una reducción "pari passu" en todos los activos y mantener, por lo tanto, una composición similar a la que tenían al principio. Por tal circunstancia, las inversiones sólo representan el 39.90% de las reservas en junio de 1984, mientras que el oro y algunos de los otros componentes aumentaron en forma sustancial su participación relativa. Lo mismo puede observarse en el cuadro No. 4, al comparar las inversiones descompuestas en diversas monedas; la participación que han ganado algunas monedas, de enero de 1983 a junio de 1984, no obedece a compras de ellas, sino a la disminución en las tenencias de inversiones denominadas en dólares y marcos. La liquidez de cada uno de los activos de reserva determina la rapidez con que se utilizan en una emergencia, y conduce a que, temporalmente, los menos líquidos adquieran mayor peso dentro del conjunto.

En síntesis: no es cierto que el Banco de la República hubiese comprado monedas en 1983 o 1984 para tratar de hacer una ganancia frente a la eventual devaluación del dólar, y que por tal motivo hubiese sufrido una pérdida. La última vez que el Banco compró monedas para adquirir posición fue en 1980, y lo hizo por la conveniencia de tener una estructura de reservas similar a la del comercio y la deuda del país. A partir de ese momento, por la continua e impredecible revaluación del dólar, en cualquier época en que se hubiesen vendido habrían ocasionado pérdidas. En 1983 y 1984, ante la necesidad de hacer frente a una crisis de magnitud y rapidez sin precedentes, y dado que los otros activos líquidos no habrían sido suficientes, se procedió a vender una parte sustancial de ellas, con pérdidas que se compensan con utilidades en la venta de otros activos internacionales.

VIII. El límite de una estrategia.

Como se sabe, el país tiene desde 1981 un déficit en la "cuenta corriente" de la balanza cambiaria; es decir, los pagos por importaciones y servicios, exceden los ingresos que recibe por exportaciones y servicios. Ese deterioro del sector externo coincidía con un cuantioso déficit fiscal, como reconoció con claridad el ministro de Hacienda y Crédito Público de la época. Las autoridades de entonces optaron por lo que era en aquel tiempo una solución más o menos fácil: tomar créditos en monedas extranjeras que compensaron el déficit en la "cuenta corriente", elevaron las reservas y, al mismo

tiempo, al convertirse en pesos, contribuyeron a financiar el déficit fiscal.

A partir de agosto de 1982 se adoptó una conducta distinta. Hubo medidas fundamentales de ajuste en el sector externo: así, por ejemplo, se aceleró la devaluación del peso, se impusieron controles a las importaciones y al gasto en el exterior y se aumentaron los estímulos a las exportaciones. A plena conciencia y con el propósito de mantener una tasa positiva de crecimiento y de proteger el empleo, las nuevas autoridades adoptaron una estrategia de ajuste gradual; sabían que ella ocasionaría una pérdida de reservas, pero preferían ésta antes que un mayor desempleo y confiaban en que un programa prudente de endeudamiento externo, y el resurgir de la actividad económica mundial, evitaría que las reservas descendieran a niveles críticos. Hubo, sin embargo, varios hechos nuevos que redujeron la eficacia de esta estrategia.

En primer término, la cesación de pagos de algunos países desencadenó el problema de la deuda latinoamericana, e hizo que Colombia no pudiera compensar el déficit de su sector externo recibiendo como antes suficiente crédito nuevo. Tal como se observa en el cuadro No. 2, en 1983 y 1984 ha habido una reducción acelerada en el crédito neto, público y privado, que recibe el país. En las notas editoriales de mayo observamos también que inclusive el financiamiento comercial directo y a través del sistema financiero ha descendido abruptamente, acelerando el fenómeno de la caída de reservas. Aunque los bancos y las agencias internacionales de desarrollo están colaborando con el país, los bancos comerciales extranjeros privados han reducido su financiamiento al sector público y privado, agravando así las dificultades de ajuste.

En segundo lugar, las crisis ecuatoriana y venezolana hicieron que el país perdiera, de un golpe, mercados en donde vendía casi la tercera parte de sus exportaciones no tradicionales.

En tercer lugar, las evidentes dificultades externas, unidas a un sinnúmero de declaraciones irreflexivas y rumores irresponsables, crearon un clima propicio para la especulación cambiaria, lo cual a su vez generó presiones renovadas para el deterioro de la balanza de pagos. Se entró, así, en un círculo vicioso.

Pero, quizás, el principal fenómeno que impide el éxito de la estrategia que se adoptó es el déficit fiscal. Este ha sido financiado, en buena parte, con emisión primaria, y ello tiene un efecto negativo sobre las reservas. El problema fundamental es la insuficiencia de nuevo ahorro que permita financiar el déficit fiscal sin generar problemas monetarios. Ello ha conducido a que, al utilizarse la emisión, se presionen las reservas hacia la baja, lo cual en últimas equivale a que se haga uso del ahorro pasado (reservas) para financiar el déficit, mientras se producen los ajustes indispensables en las finanzas públicas. Otra fuente de financiamiento, el crédito externo, se redujo sustancialmente por decisiones ajenas al Gobierno. Al irse agotando el ahorro acumulado en el pasado, la corrección del desequilibrio fiscal se hace imperativa. En consecuencia, es necesario obtener nuevo ahorro externo por la vía de la deuda, o interno por la vía de la reducción del gasto y del incremento en los impuestos. Pero, en cualquier caso, para lograr el ajuste es preciso aumentar el ahorro.

No obstante, las medidas de ajuste antes mencionadas comienzan a mostrar algunos resultados halagüeños en la "cuenta corriente". Los registros de importación han caído en un 20% en el último año completo; los de exportación han aumentado en igual cifra; y los informes provenientes de Venezuela y Ecuador indican que, de nuevo, hay allí un mercado para nuestros productos y que otra vez hay remesas de residentes colombianos. Los gastos de viajes y turismo al exterior se han reducido sustancialmente. En términos de ingresos efectivos, las exportaciones no tradicionales crecieron en un 23% en año completo; y las de café mantienen niveles más o menos similares a los de 1983, lo cual ha facilitado una reducción del endeudamiento externo de la Federación Nacional de Cafeteros.

Los giros, sin embargo, se mantienen todavía ligeramente por encima de los de la misma fecha de 1982. Ello se explica por el tiempo que transcurre entre la expedición de una licencia para importar, el uso que de ella se hace, y el giro que ocasiona; de hecho, ha podido establecerse que más del 90% de los giros al exterior que se han hecho en los primeros meses de 1984 corresponden a registros de 1983 y de años anteriores.

Infortunadamente, los resultados en la "cuenta de capital" no son buenos; las reservas interna-

cionales han descendido más de lo previsto, y es claro que no pueden dejarse disminuir más, sin graves riesgos. Por tal motivo, es necesario buscar, ante todo, un ajuste profundo en el déficit fiscal. Tal ajuste no es compatible, quizás, con los propósitos de conseguir una reactivación en el corto plazo. Pero es indispensable para evitar mayor deterioro en el sector externo. Por consiguiente, la disponibilidad de reservas, y su liquidez, son el actual límite a la política económica de la administración.

SITUACION MONETARIA

Al finalizar el mes de mayo de 1984 los medios de pago (M_1) se sitúan en \$ 373.167 millones, cifra inferior en \$ 2.264 millones (0.6%) a la registrada en el mes anterior y en \$ 35.758 millones (8.7%) a la obtenida en diciembre de 1983. En año completo, este indicador crece en \$ 63.553 millones (20.5%).

La evolución de los medios de pago, durante el mes, es resultado principalmente del descenso de \$ 6.629 millones (2.7%) en el dinero base, puesto que el multiplicador monetario avanza de 1.5549 a 1.5891. El mayor valor del multiplicador es efecto de la disminución del coeficiente de reserva bancaria de 0.4966 a 0.4675, al reducirse en \$ 10.688 millones el encaje monetario de la banca, mientras los depósitos en cuenta corriente disminuyen en \$ 6.322 millones. Por su parte, el coeficiente de efectivo pasa de 0.4107 a 0.4363.

Base monetaria. La variación mensual de la base monetaria la originan fundamentalmente las bajas de \$ 5.012 millones en las reservas internacionales netas y de \$ 4.801 millones en los otros activos netos sin clasificar, al igual que los aumentos de \$ 4.348 millones en los depósitos con destino a la obtención de licencias de cambio para giros al exterior y de \$ 1.676 millones en los depósitos de PROEXPO en el Emisor. A su vez, el financiamiento a los bancos desciende \$ 3.083 millones, consecuencia, en su mayor parte, de las cancelaciones de los cupos ordinario y extraordinario de crédito y del redescuento de bonos de prenda.

Los efectos antes mencionados se ven parcialmente compensados por el alza de \$ 11.754 millones en las operaciones netas con las instituciones de fomento, al aumentar en \$ 9.819 millones el crédito bruto y descender en \$ 1.935 millones las obligaciones con estas entidades. También, se destaca el financiamiento por

Origen del dinero base (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

	1984		Variación Absoluta	%
	Abril	Mayo*		
Base monetaria (A - B + C)	241.457	234.828	-6.629	-2.7
A - Activos del Banco de la República	463.324	460.460	-2.864	-0.6
1 - Reservas internacionales netas	180.453	175.441	-5.012	-2.8
2 - Crédito doméstico	287.259	294.208	6.949	2.4
a) Crédito neto tesoral	118.114	120.888	2.774	2.3
b) Crédito neto sector público (Resto)	-10.367	-9.626	741	7.1
c) Crédito bruto bancos	47.099	44.016	-3.083	-6.5
d) Crédito bruto entidades de fomento (2)	123.301	133.120	9.819	8.0
e) Crédito bruto sector privado (3)	9.112	5.810	-3.302	-36.2
3 - Otros activos netos	-4.388	-9.189	-4.801	-109.4
B - Pasivos no monetarios	228.064	231.885	3.821	1.7
1 - Obligaciones en moneda extranjera bancos	575	456	-119	-20.8
2 - Obligaciones entidades de fomento	112.061	110.126	-1.935	-1.7
3 - Obligaciones sector privado	33.980	38.028	4.048	11.9
4 - Fondo de Estabilización Cambiaria	1.263	1.348	85	6.7
5 - Fondo de Inversiones Públicas	4.222	4.477	255	6.0
6 - Obligaciones con títulos del Banco de la República	48.029	48.714	685	1.4
7 - Obligaciones externas a largo plazo	28.177	28.979	802	2.8
8 - Tenencias interbancarias	-243	-	-	-
C - Moneda de Tesorería	6.197	6.253	56	0.9

* Cifras provisionales. (1) Las cuentas en moneda extranjera, ajustadas, se contabilizan a la tasa de cambio promedio de compraventa de divisas de cada fecha. (2) Comprende Caja Agraria, Banco Central Hipotecario, corporaciones financieras y fondos financieros. (3) Comprende Federación Nacional de Cafeteros, fondos ganaderos, cooperativas y otros.

\$ 5.149 millones que efectúa el FAVI a las corporaciones de ahorro y vivienda para atender bajas de depósitos y la redención de títulos por \$ 1.894 millones por parte de estos intermediarios. A su vez, el crédito neto al sector público crece \$ 3.515 millones.

Con relación a las operaciones de los fondos financieros, administrados por el Emisor, se presenta un aumento de \$ 2.741 millones en la cartera del FFAP y una baja de \$ 917 millones en sus disponibilidades, ocasionada por la redención de \$ 502 millones de títulos nominativos de la Resolución 39 de 1978 de la Junta Monetaria, en los que los bancos y corporaciones financieras realizan la inversión del encaje de los CDT y por \$ 415 millones de Títulos Agroindustriales y bonos "Clase A".

Oferta monetaria ampliada. La oferta monetaria ampliada (M_2) alcanza para final de mayo un valor de \$ 1.000.067 millones, inferior en \$ 1.710 millones (0.2%) al de un mes atrás, y superior en \$ 200.230 millones (25.0%) al de igual fecha del año anterior. La variación mensual de M_2 , se explica fundamentalmente por el descenso de \$ 2.264 millones (0.6%) en los medios de pago, ya comentado, por cuanto los

cuasi-dineros crecen \$ 554 millones (0.1%). De esta forma, los sustitutos próximos del dinero participan con el 62.7% del total de M_2 al llegar a \$ 626.900 millones en mayo de 1984.

El movimiento mensual que registran los cuasi-dineros obedece principalmente al aumento de \$ 1.178 millones en los CDT de bancos y corporaciones financieras que, en conjunto, se sitúan en \$ 247.024 millones; en año completo los CDT avanzan 40.0%. Así mismo, los depósitos tradicionales de ahorro del sistema bancario suben \$ 278 millones (0.3%) en el mes y \$ 17.072 millones (19.4%) en año completo, al llegar a \$ 105.176 millones en mayo. Por el contrario, los depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda disminuyen \$ 902 millones durante el mes al alcanzar un saldo de \$ 274.700 millones. Con respecto a igual periodo de 1984 las captaciones de las CAV crecen 21.7%, variación que resulta menor a las registradas en iguales periodos de los últimos tres años, y refleja en parte la pérdida de competitividad frente a otras alternativas de ahorro del mercado. Para obviar este problema, el Gobierno procede mediante el Decreto 1131 del 16 de mayo de 1984 a elevar la corrección

Oferta monetaria (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de mayo	Medios de pago (M ₁)			Cuasi-dineros (CD)*			Oferta monetaria ampliada (M ₂ **)		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1979	132.760	-1.6	20.8	112.124	11.6	21.2	244.884	4.0	21.0
1980	170.268	1.6	28.3	149.561	18.6	33.4	319.829	8.9	30.6
1981	215.331	0.5	26.5	261.954	22.2	75.1	477.285	11.3	49.2
1982	261.288	0.6	21.3	390.250	15.7	49.0	651.538	9.1	36.5
1983	309.614	-4.9	18.5	490.223	17.3	25.6	799.837	7.6	22.8
1984	373.167	-8.7	20.5	626.900	11.6	27.9	1.000.067	3.0	25.0

* Incluye depósitos de ahorro, certificados de depósito y depósitos en las corporaciones de ahorro y vivienda. ** Incluye M₁ más cuasi-dineros. (1) Cifras provisionales.

monetaria, al adicionarle a la variación resultante en el promedio del índice nacional de precios para empleados y obreros de los doce meses inmediatamente anteriores, el uno y medio por ciento del cuadrado de la diferencia entre el promedio de variación del índice de precios y el rendimiento efectivo ponderado de los certificados de depósito a término de noventa días, emitidos por los bancos comerciales y corporaciones financieras. Este mecanismo lleva a que la corrección monetaria se eleve al 20.85% anual, ajustable cada mes, sin exceder del 23.0%. Es de esperarse que con esta modificación en la rentabilidad del sistema de ahorro y vivienda se estimulen las captaciones y, de esta forma, el sector construcción cuente con mayores disponibilidades de recursos.

Crédito bancario. Al finalizar el mes de mayo del presente año el crédito en mone-

da nacional del sistema bancario asciende a \$ 475.292 millones, cifra superior en \$ 7.485 millones (1.6%) a la del mes anterior, y en \$ 94.091 millones para igual fecha de un año atrás. El alza que muestran las colocaciones durante el presente mes, es resultado de los incrementos de \$ 6.805 millones en la cartera, de \$ 425 millones en las inversiones voluntarias y de \$ 297 millones en los deudores varios. El 92.6% de las colocaciones corresponde a cartera, rubro que asciende a \$ 440.130 millones en mayo de 1984, de los cuales aproximadamente el 31.0% están respaldados con recursos provenientes de las líneas especiales de crédito del Banco de la República y de los fondos financieros.

Crédito de los fondos financieros. Al término de mayo de 1984 la cartera total de los fondos financieros, FFAP, FIP, FFI y FCE llega a \$ 70.009 millones con aumento de 29.3%

Cuasi-dineros (1)

(Millones de pesos y porcentajes)

Fin de: Mayo	Depósitos de ahorro		Certificados de depósito a término		Depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda		Total cuasi-dineros					
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1979	36.798	9.3	37.4	29.117	-8.7	3.7	46.209	32.2	22.7	112.124	11.6	21.2
1980	47.412	3.0	28.8	32.892	22.3	13.0	69.257	30.2	49.9	149.561	18.6	33.4
1981	61.725	5.7	30.2	32.580	27.2	181.5	107.649	29.3	55.4	261.954	22.2	75.1
1982	74.285	1.8	20.3	162.423	14.4	75.4	153.542	25.3	42.6	390.250	15.7	49.0
1983	88.104	4.2	18.6	176.404	9.4	8.6	225.715	31.0	47.0	490.223	17.3	25.6
1984	105.176	-0.8	19.4	247.024	16.8	40.0	274.700	12.3	21.7	626.900	11.6	27.9

(1) Cifras provisionales.

respecto a la de igual fecha de 1983. De los fondos señalados cabe destacar las operaciones del Fondo Financiero Agropecuario, el cual ha aprobado créditos en lo corrido del año, hasta mayo, por \$ 23.551 millones, superiores en 27.5% a los de igual lapso del año anterior. Así mismo, los redescuentos se sitúan en \$ 54.222 millones, con crecimiento de 26.6% en año completo. El dinamismo en las operaciones de este fondo es el resultado de la prioridad que le ha otorgado el Gobierno a la mayor producción de alimentos, con el fin de que contribuya a la política de estabilidad de precios.

Crédito bancario (1)						
(Millones de pesos y porcentajes)						
Fin de mayo	Cartera			Colocaciones*		
	Saldo	Variación %		Saldo	Variación %	
		Año corrido	Año completo		Año corrido	Año completo
1979	108.567	1.1	15.4	119.714	2.9	17.1
1980	128.202	3.9	18.1	145.263	6.6	21.3
1981	193.900	6.9	51.2	219.779	10.8	51.3
1982	268.777	5.7	38.6	299.113	7.5	36.1
1983	346.052	8.6	28.8	381.201	10.0	27.4
1984	440.130	3.3	27.2	475.292	3.8	24.7

(1) Cifras provisionales. * Incluye cartera

Por su parte, el Fondo para Inversiones Privadas eleva el nivel de su cartera a \$ 7.709 millones, 25.6% más alto que el de igual período de 1983. Finalmente, el Fondo de Capitalización Empresarial muestra aprobaciones por \$ 1.243 millones en el curso de los cinco primeros meses de 1984 y su cartera se sitúa en \$ 1.683 millones al finalizar dicho lapso.

SITUACION CAMBIARIA

En el transcurso del año, hasta el mes de mayo, las operaciones de cambio extranjero consolidadas en el Banco de la República, señalan déficit de US\$ 1.025 millones; resultante de saldos negativos de US\$ 1.006 millones en la cuenta corriente y de US\$ 19 millones en el financiamiento de capital. Estos movimientos conducen a que las reservas internacionales brutas, en mayo 31, se sitúen en US\$ 2.150 millones, nivel inferior en 32% al de diciembre 31 del año precedente.

Cabe destacar que en el mes de mayo la pérdida de reservas se reduce con relación a la de meses precedentes, al descender a US\$ 97 millones, frente a un promedio mensual de

reducción de US\$ 235 millones, entre enero y abril. Lo anterior es consecuencia de la disminución que muestra el déficit de la cuenta corriente al observar tendencia ascendente en los ingresos, mientras las erogaciones, en general, acusan movimiento opuesto, aunque de menos intensidad. El avance sucesivo de los primeros —que continúa en mayo— refleja, en primera instancia, mayores reintegros por exportaciones no tradicionales, destacándose el dinamismo de renglones agrícolas, como banano, azúcar y flores. En segundo término, pone de relieve la reactivación del valor de las compras de oro, el cual en los tres últimos meses asciende a US\$ 74 millones. En cuanto a los ingresos por café, aunque son inferiores a los de abril, registran un incremento notable respecto a los correspondientes a los meses iniciales del año. Por su parte, la trayectoria de los egresos refleja básicamente el movimiento de los giros para el pago de importaciones, que contabilizan en mayo US\$ 227 millones, cifra inferior en 19% a la del promedio mensual del cuatrimestre precedente.

Aunque los anteriores movimientos indican que se han logrado reducir las tendencias deficitarias de la cuenta corriente, es necesario destacar que los ingresos acumulados en los cinco meses, US\$ 1.264 millones, son inferiores en 10% a los de igual período del año precedente. Este descenso es debido, en su mayor parte, a la caída que experimentan algunas partidas de los servicios, en particular los intereses percibidos por la inversión de las reservas internacionales en el exterior. En efecto, entre enero y mayo de 1983 se obtuvieron, por dicho concepto, US\$ 136 millones, mientras que en este año sólo se reciben US\$ 33 millones, como obvia secuela del menor nivel de dichas inversiones. Asimismo, decrecen las entradas por turismo e ingresos y servicios personales.

En lo atinente a los reintegros por exportaciones de bienes, decrecen US\$ 8 millones, al registrarse baja en los correspondientes a ventas de café, US\$ 97 millones, suma que no alcanza a ser compensada por el avance de las menores. Es de señalar, no obstante, como se explica en detalle en la sección de "Economía Cafetera", que los despachos del grano en el mismo lapso se incrementaron en 3.8%, al contabilizar cuatro millones de sacos hasta el mes de mayo del presente año. En cuanto a las exportaciones menores es importante destacar que los registros aprobados por el INCOMEX

alcanzan hasta mayo US\$ 479 millones, nivel 8% superior al del mismo mes del año anterior.

Las compras de oro, por su parte, se incrementan en US\$ 7 millones, al totalizar hasta el mes de mayo US\$ 91 millones, frente a US\$ 84 millones de igual lapso del año pasado. En términos de volumen estas adquisiciones ascienden de 192.518 a 215.972 onzas troy, en el período que se comenta. Los anteriores desarrollos reflejan la efectividad de la reciente medida de la Junta Monetaria sobre el precio de adquisición del metal, al canalizar los incrementos en la producción hacia el Emisor.

La cuenta de capital, hasta mayo 31, consolidada déficit de US\$ 19 millones, resultado que al compararlo con los ingresos netos de US\$ 59 millones, obtenidos en igual período de 1983, arroja un descenso de US\$ 78 millones. Dicho movimiento se explica, en parte, por las amortizaciones de acreencias del sector privado, en cuantía superior a los ingresos recibidos. Debe resaltarse, así mismo, la cancelación, por parte del Banco de la República, de deudas de corto plazo obtenidas en el marco del "Acuerdo de Santo Domingo".

No obstante, es importante señalar que el sector oficial contabiliza ingresos netos por US\$ 67 millones y que los flujos por concepto de inversiones extranjeras ascienden a US\$ 107 millones, nivel este último superior en 57% al alcanzado en el mismo período del año anterior, debido a importantes partidas dirigidas a la industria manufacturera y al sector minero.

Balanza cambiaria (Millones de US\$)

	Hasta mayo 31		
	1982	1983	1984 (1)
I. Ingresos corrientes	1.893.3	1.399.2	1.264.0
Exportaciones	1.072.8	905.1	897.1
Café	563.0	546.6	449.7
Otros productos	509.8	358.5	447.4
Compras de oro (2)	75.2	83.7	91.1
Capital petróleo	84.8	35.4	38.3
Servicios y transferencias	660.5	375.0	237.5
II. Egresos corrientes	2.403.2	2.315.1	2.269.9
Importaciones	1.463.9	1.294.7	1.337.2
Petróleo para refinación y gas natural	173.6	158.6	151.5
Servicios y transferencias	765.7	861.8	781.2
III. Superávit o déficit corriente	-509.9	-915.9	-1.005.9
IV. Movimiento neto de capital ...	70.5	59.3	-19.5
V. Variación reservas brutas (III + IV ó VII - VI)	-439.4	-856.6	-1.025.4
VI. Saldo reservas brutas diciembre año anterior	5.632.9	4.892.6	3.175.8
VII. Saldo reservas brutas	5.193.5	4.036.0	2.150.4

(1) Cifras preliminares. (2) Netas de ventas internas para usos industriales.

REUNIONES INTERNACIONALES

Asamblea General del Banco de Pagos Internacionales. El 18 de junio se llevó a cabo en Basilea, Suiza, la reunión anual del Banco de Pagos Internacionales. Como ocurre cada año, su presidente, el doctor Fritz Leutwiler, hizo documentado análisis de la economía internacional, en el cual destacó que el objetivo más importante de la política de los países industrializados debía ser la reactivación de estas economías en forma balanceada y duradera. El atribuyó las altas tasas de interés al déficit fiscal de los Estados Unidos, con el peligro de que se propaguen a otros países los problemas financieros y se agudice la inestabilidad de las tasas de cambio, y reiteró la contribución que pueden hacer los países industrializados a la solución del endeudamiento externo de los países subdesarrollados si se reducen las tasas de interés, se da acceso a sus mercados a los productos de los países deudores y se continúa con la política de reactivación de esas economías.

El doctor Leutwiler reconoció que los logros alcanzados en los últimos meses demuestran que la "cirugía global" no se puede aplicar a los problemas de cada país en cuanto a su endeudamiento, como se aprecia al comparar los países en América Latina y en Asia. Sobre este tema, él concluyó que la cooperación del Fondo Monetario Internacional es útil en la solución del endeudamiento, pero no se puede tratar de reemplazar con esquemas globales. El presidente Leutwiler urgió a los países de América Latina para que actúen con el fin de detener la curva de capital. Es esperar dema-

En cuanto a los egresos corrientes, estos totalizan US\$ 2.270 millones, con disminución de US\$ 45 millones (2%) en relación con los de un año atrás, como consecuencia, también, de los giros por concepto de servicios, que decrecen en US\$ 81 millones. Este declive se origina principalmente en la utilización de divisas para viajes y pasajes, fletes y servicios oficiales; rubros que en conjunto descienden en 42%. En cuanto a los pagos por importaciones de bienes, su aumento es de US\$ 43 millones, presentándose un alza en el giro ordinario de US\$ 45 millones, y una caída en los convenios por US\$ 2 millones.

Es de anotar, no obstante, que los registros de importaciones aprobados por el INCOMEX señalan descenso del 24% en iguales períodos, pero debido al rezago entre estos y los giros correspondientes, no se manifiesta aún el efecto en la balanza cambiaria.

siado que el resto del mundo, bien sean las instituciones financieras multilaterales, los gobiernos, los bancos o las sociedades anónimas lleven a cabo las funciones de desarrollo que los mismos residentes o nacionales de los países rehúsan asumir.

El Banco de la República mantiene estrechas relaciones de cooperación con el Banco de Pagos Internacionales, especialmente en cuanto se refiere al manejo de las reservas internacionales.

VIDA DEL BANCO DE LA REPUBLICA

Departamento de metales preciosos. Las directivas del Banco autorizaron la creación de un "departamento de metales preciosos", como dependencia de la subgerencia industrial. Con este hecho se pretende coordinar las actividades de compra y exportación de oro que el Banco desarrolla, con las de anticipos y asistencia técnica a productores y fundidores y con las culturales y de beneficencia en las zonas mineras. Se aspira, así, a colaborar con las autoridades en el estímulo a la producción de oro y platino.

Fondo Mutuo de Inversiones del Banco de la República —FIMBRA—. La junta directiva del FIMBRA, acordó solicitar a las autoridades del Banco la extensión de los beneficios de este fondo a los pensionados, petición que fue acogida favorablemente, en reunión del comité ejecutivo de la institución, llevada a cabo el 28 de junio de 1984. De este modo, los pensionados que sean socios recibirán los mismos beneficios de que gozan los empleados socios de la entidad.

Segundo seminario para periodistas. Del 5 al 7 de junio se llevó a cabo el "II Seminario sobre mecanismos operacionales y de control del Banco Emisor", evento que tuvo lugar en la sede principal de la institución. El programa de conferencias cubrió los aspectos jurídico-económicos más relevantes del sistema financiero y los mecanismos operacionales y de control del Banco, en sus transacciones internacionales, de crédito y de banca central propiamente dichos.

En esta forma se continúa el ciclo de conferencias para periodistas, iniciado en diciembre del año pasado, con el fin de proporcionar una visión global y didáctica sobre las funciones y actividades del Banco de la República.

Parque - Museo Quimbaya. En el presente mes se inició el proyecto: "Parque - Museo Quimbaya", en la ciudad de Armenia, obra que se adelantará con el auspicio del Banco de la República. Su realización, que tiene especial

significado en el progreso de las investigaciones arqueológicas en Colombia, en aspectos tales como la orfebrería y la cerámica, contribuirá al mejor conocimiento de la labor desarrollada en este campo, desde tiempos remotos, por las culturas indígenas de la cuenca del río Cauca. Este hecho adquiere mayor relevancia ante la celebración del Primer Centenario de la fundación de dicha ciudad. El proyecto se integra dentro de un programa del Banco que se propone tener siete museos regionales, representativos de cada una de las siete grandes culturas del oro. Existen ya museos en Bogotá, Cartagena, Santa Marta, Pasto e Ibagué.

Concierto en memoria del doctor Daniel Schlesinger Ricaurte. En la sala de música de la Biblioteca Luis-Angel Arango se llevó a cabo un homenaje póstumo a la memoria de Daniel Schlesinger R., en el cual intervino un destacado grupo de artistas e intérpretes de la música selecta. Daniel Schlesinger, además de haber ocupado con distinción diversas posiciones en el Banco, fue un destacado intérprete y compositor, y contribuyó al desarrollo y la organización de la programación musical del Banco.

Líneas de crédito en pesetas. Dentro del marco de las tradicionales relaciones de amistad entre los gobiernos de Colombia y España y con el fin de fomentar el intercambio comercial entre los dos países, en mayo 31 de 1983 el Banco de la República y el Banco Exterior de España suscribieron un Convenio de Línea de Crédito por valor de 18.000 millones de pesetas para financiar las importaciones colombianas de bienes de capital provenientes de España, en condiciones y términos favorables. Igualmente, el Fondo de Ayuda al Desarrollo de España otorgó un crédito preferencial a la República de Colombia por valor de 2.000 millones de pesetas, en el cual figuraron como agentes el Instituto de Crédito Oficial y el Banco de la República.

Las mencionadas líneas de crédito tuvieron vigencia hasta el 9 de junio del presente año, en razón de la preferencia de los importadores colombianos y los exportadores españoles de llevar a cabo sus transacciones con créditos directos y a los ofrecimientos financieros de idénticas características hechos por la banca española a las instituciones de crédito del país.

Defensa del IVA ante la Corte Suprema de Justicia. Abogados del Banco expertos en derecho público intervinieron ante la Corte Suprema de Justicia para defender la constitucionalidad del impuesto al valor agregado, IVA.